东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

金融产品深度报告 20260203

黄金 ETF，2026 年 1 月复盘与 2 月展望

2026 年 02 月 03 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 唐遥衍
执业证书：S0600524120016
tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《微盘基金发展情况统计及分析》
2026-02-03
《新美联储主席沃什真的鹰派吗？》
2026-02-03

投资要点

■ **市场表现回顾：**

■ **走势复盘：**2026 年 1 月沪金整体呈“持续上行、重心抬升、月末回落”走势，价格在月初震荡整理后逐步企稳回升。月末价格加速上行并伴随成交放量，波动幅度扩大，市场分歧随之加大。截至 2026 年 1 月 30 日，沪金主力合约整体保持上行结构，月内涨幅 18.36%。

■ **技术分析：**截至 2026 年 1 月 30 日，沪金风险度达 92.13，处于高位区间，市场情绪亢奋。趋势结构上，沪金中期上行趋势仍维持良好，但价格已运行至高风险区间，短期动能释放较快，阶段性波动风险有所上升。

■ **波动分析：**2026 年 1 月沪金历史波动率与隐含波动率同步快速抬升，市场由低波稳态转向高波定价阶段；月末波动兑现加剧，价格对风险变化的敏感度提高。

■ **事件驱动盘点：**

■ **资产配置价值：**宏观数据与政策预期在月内反复切换，降息预期对黄金资产配置价值形成阶段性支撑，但政策不确定性上升亦带来短期扰动。

■ **货币价值：**美元信用变化主导黄金货币属性定价，美元指数与储备结构调整对金价形成阶段性影响，货币价值在支撑与压制之间反复博弈。

■ **避险价值：**多区域地缘与政治风险交织抬升市场不确定性，避险需求呈现事件驱动、脉冲式释放特征，为金价提供阶段性支撑。

■ **商品价值：**央行购金与投资端需求预期保持稳定，对黄金价格中枢形成托底，商品属性在月内更多体现为中长期支撑力量。

■ **指数后市展望：**

■ **关键事件前瞻：**展望 2026 年 2 月，黄金走势将重点关注美国宏观数据、货币政策表态及地缘局势进展。2 月初的俄美乌三方和平会谈或将成为影响沪金价格波动的一个重要节点。市场对事件落地情况的反应仍将取决于预期变化方向。

■ **指数走势展望：**1 月末黄金价格调整表面受美联储政策事件触发，但更主要反映高波动环境下市场对风险变化的敏感度提升；2 月金价或将维持高波动、宽幅震荡格局，中长期配置逻辑仍具支撑，但短期在情绪升温与获利盘消化过程中，仍需警惕阶段性调整风险。

■ **相关 ETF 产品：**华安黄金 ETF（518880.SH）紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，截至 2025 年 1 月 30 日，该基金总市值达 1275.26 亿元，当日成交额 743.97 亿元。

■ **风险提示：**

1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的宏观事件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 市场表现回顾 4
1.1. 走势复盘 4
1.2. 技术分析 4
1.3. 波动分析 5
2. 事件驱动 6
2.1. 资产配置价值 7
2.2. 货币价值 8
2.3. 避险价值 9
2.4. 商品价值 10
3. 后市展望 11
3.1. 关键事件前瞻 11
3.2. 走势展望 12
3.3. 相关 ETF 产品 14
4. 风险提示 15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: SHFE 黄金 1 月走势（区间范围：2025/12/31-2026/1/30）.....4
图 2: SHFE 黄金风险趋势模型（2026/1/30）.....5
图 3: SHFE 黄金历史波动率和隐含波动率（2025/1/31-2026/1/30）.....6
图 4: 伦敦金下午定盘价（2020/1/30-2026/1/30）.....13
图 5: 伦敦金价和伦敦银价（2020/1/30-2026/1/30）.....13
图 6: 2026 年 3 月 Fed 议息会议目标利率概率（2026/1/30）.....14
图 7: FOMC 议息表决点阵图（2026/1/30）.....14

表 1: 影响黄金资产配置价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）.....7
表 2: 影响黄金货币价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）.....8
表 3: 影响黄金避险价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）.....10
表 4: 影响黄金商品价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）.....11
表 5: 2026 年 2 月事件预告.....12
表 6: 华安黄金 ETF（2026/1/30）.....15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

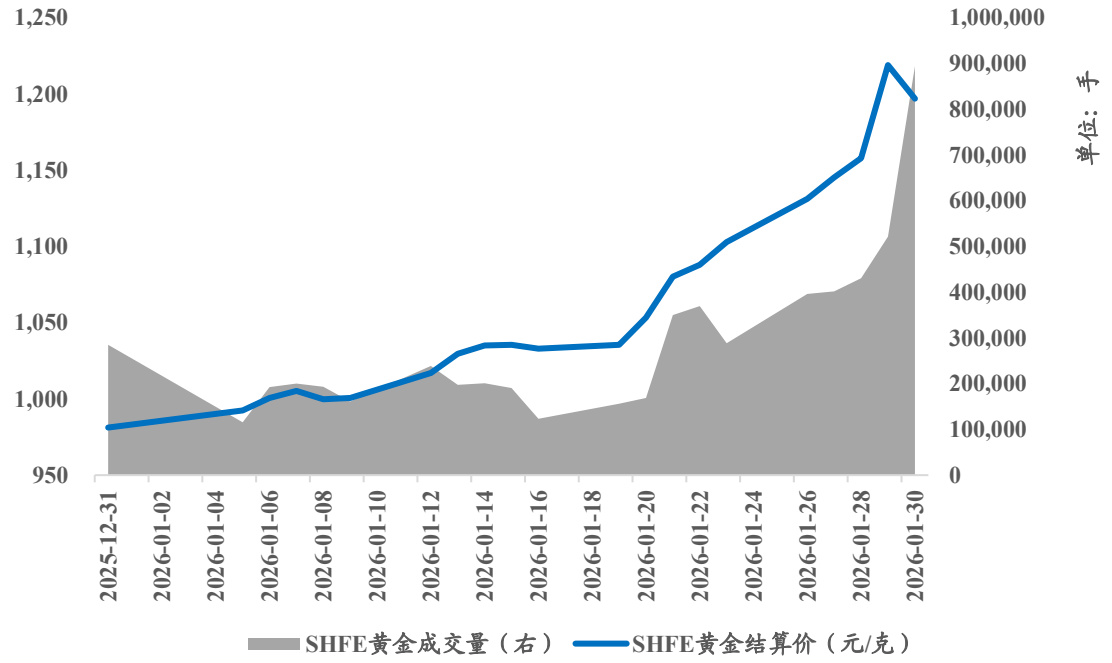
自 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 1 月 30 日，沪金整体呈现出“**持续上行、重心大幅抬升、月末回落**”的运行特征，月涨跌幅为 18.36%。**月内价格在前期区间基础上逐步上移，并在下旬出现加速上涨行情，整体走势偏强，但波动幅度亦放大。**

具体来看，**月初阶段**，沪金价格延续前期偏强格局，在区间内震荡整理，价格重心小幅上移，成交量整体维持在相对稳定水平，市场交投情绪较为平稳。**月中阶段**，价格在短暂回调后重新企稳，并逐步突破此前运行区间，伴随成交量回升，价格上行动能有所增强。**月末阶段**，沪金价格出现大幅拉升，价格斜率陡峭，成交量同步放大，市场波动加剧，**价格在快速上行后出现一定幅度的回落整理**。

从量价配合角度看，1 月下旬价格上涨过程中成交量放大，显示市场参与度提升；但在价格冲高后，成交量维持高位的同时价格出现回落，反映短期分歧有所加大。

整体来看，1 月沪金价格在震荡中完成区间抬升，价格运行节奏由月初的稳步上行逐步过渡至月末的加速拉升与高位整理阶段。

图1：SHFE 黄金 1 月走势（区间范围：2025/12/31-2026/1/30）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 技术分析

根据我们 2025 年 5 月 5 日发布的《技术分析系列：双维框架研究之动能驱动与风险管控》研报，技术分析主要从风险维度（标的位置的相对高低）与趋势维度（动量的相对强弱）进行判断。根据报告中定义的风险度指标 TR、济安线的慢线 JAX 与快线 TMP，以及趋势指标 TREND，构建局部顶和局部底的触发信号。

截至 2026 年 1 月 30 日，沪金风险度达 92.13，处在高风险区间，显示市场情绪处于亢奋状态。趋势维度上，快线依旧保持在慢线上方，并维持较大正向开口，但短期动能加速释放、价格中枢相对长期趋势中枢上移，趋势运行节奏偏快。成交与动量指标显示，趋势推动过程中并未出现背离，但短期内连续拉升使得趋势的稳定性对外部扰动的敏感度有所提升。**整体来看，当前沪金位处高位风险区间，需对波动放大保持警惕，价格更可能进入高位震荡或通过时间消化风险的阶段。**

图2：SHFE 黄金风险趋势模型（2026/1/30）

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 波动分析

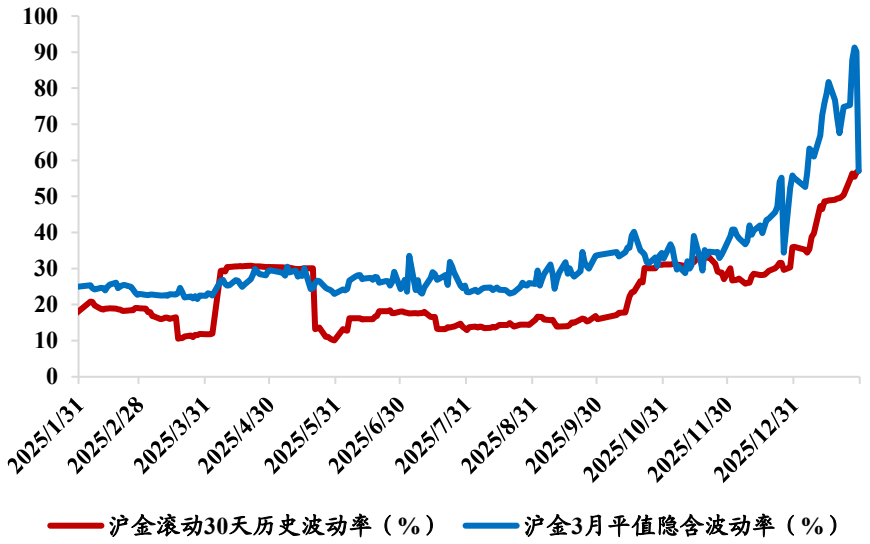
沪金波动率结构出现抬升，市场由低波稳态向高波定价阶段切换。进入 2026 年 1 月，沪金 30 日历史波动率（HV）与 3 月平值隐含波动率（IV）同步快速上行，其中 IV 抬升幅度较大，并在月内运行至阶段性高位，反映市场对未来价格波动的不确定性预期增强。IV 的快速上行意味着期权市场对风险的定价大幅提高，波动率风险溢价被重新计入价格体系。纵向对比 2025 年全年，沪金 HV 与 IV 长期维持在相对低位且波动平稳，

显示当时市场对价格路径的预期较为一致、波动环境相对可控。相比之下，2026 年 1 月波动率的集中抬升，标志着市场从此前的低波运行状态，转向对潜在大幅波动进行前瞻性定价，整体风险感知水平上移。

从 HV 与 IV 的相对关系看，2026 年 1 月下旬市场进入“波动兑现”阶段，价格调整加剧。月内前半段，IV 持续高于 HV，显示市场对未来波动的预期先行抬升，而实际价格波动尚未完全释放；但在 2026 年 1 月 30 日当天，沪金价格出现大幅回落，HV 随之快速上行并与 IV 接近持平，表明此前被隐含波动率所定价的风险开始在现货价格中集中兑现。这一时点上，IV 与 HV 的趋同反映市场从“预期波动”向“实际波动”的切换，价格运行不再仅由预期驱动，而是进入对风险进行实质性消化的阶段。

整体来看，HV 与 IV 在高位趋同，意味着市场对不确定性的定价已部分落地，波动率结构由前期的预期主导，转向现实波动主导，价格运行环境的稳定性下降。

图3：SHFE 黄金历史波动率和隐含波动率（2025/1/31-2026/1/30）



数据来源：彭博，东吴证券研究所

2. 事件驱动

整体来看，2026 年 1 月黄金价格的运行节奏主要在多重宏观与非宏观因素交织作用下展开。月内美国经济数据与货币政策预期反复调整，美元信用变化、地缘政治风险扰动以及贵金属供需预期共同作用，使黄金在不同价值属性维度上的定价逻辑呈现阶段性切换特征。从资产配置、货币、避险与商品四个维度观察，单一因素难以在月内持续主导价格运行，市场更多体现为对事件与预期变化的被动响应。

鉴于研究样本涵盖跨市场信息，需特别说明：所有事件日期均以数据源所在地的当

请务必阅读正文之后的免责声明部分

地时间为准；同时，文中所述当日涨跌幅均按当日收盘价相对于上一交易日结算价的变动比例计算。因为时差因素，美国数据常在北京时间盘后公布，所以沪金当日涨跌幅无法完整反映事件冲。为保证统计一致性，在表格中已标注下一交易日的日期以及对应的指数表现；若数据或新闻于上海期货交易所非交易日时间（周末、假期或盘后）披露，则市场表现同样顺延至披露后首个交易日。

2.1. 资产配置价值

整体来看，2026 年 1 月沪金在资产配置价值维度上的定价逻辑，主要围绕美国经济数据变化与货币政策预期的反复调整展开。月内就业与通胀数据整体指向经济动能边际放缓，市场对后续货币政策转向宽松的预期阶段性升温，实际利率预期随之走弱，为黄金的资产配置价值提供支撑。但随着部分通胀指标出现边际反复，以及政策层面不确定性上升，市场对降息节奏与政策路径的判断趋于谨慎，资产配置逻辑在月内呈现出反复切换特征。整体而言，黄金在 1 月更多体现为对宏观预期变化的被动响应，其资产配置价值在支撑与压制因素交织下保持波动，未形成单一方向的持续主导。

下文将系统梳理上述数据的结构特征、边际变化及其对风险溢价和情绪引导等的潜在冲击。

表1：影响黄金资产配置价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/1/9	美国 2025 年 12 月非农就业数据低于预期，10 月和 11 月数据下修	偏正向	(2025/1/12) 2.57%
2026/1/13	美国 12 月 CPI 同比增速为 2.7%，符合预期，核心 CPI 增速略低	偏正向	(2025/1/14) 1.07%
2026/1/22	美国 10 月、11 月 PCE 连续稳步增长，11 月核心 PCE 同比升幅略有加快	中性偏正	(2025/1/23) 2.55%
2026/1/30	特朗普提名美联储鹰派理事沃什为下一任美联储主席	偏负向	-4.71%
2026/1/31	芝商所提升黄金保证金	偏负向	-

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美国 2025 年 12 月非农就业数据低于预期】

点评：2026 年 1 月 9 日公布的美国 2025 年 12 月非农就业数据低于市场预期，同时前期 10 月和 11 月就业数据被下修，显示美国劳动力市场边际走弱。就业数据低于市场预期，但幅度有限，整体未改变市场对经济运行状态的判断，同时为货币政策在后续阶段保留了一定调整空间。在降息预期抬升的背景下，实际利率预期出现回落，黄金的资产配置价值阶段性增强，对金价形成支撑。

【美国 12 月 CPI 同比增速符合预期，核心通胀不及预期】

点评：1 月 13 日公布的美国 12 月 CPI 同比增速为 2.7%，整体符合市场预期，核心 CPI 增速略于预估值，显示通胀压力延续平稳态势。通胀数据未出现反弹，缓解了市场对货币政策重新转向收紧的担忧，使得此前因就业数据走弱而形成的降息预期得以延续。在通胀与就业共同指向政策空间扩大的背景下，黄金作为低实际利率环境下的配置资产，其资产配置价值继续获得支撑。

【美国 PCE 数据延续温和增长，核心 PCE 同比略有回升】

点评：1 月 22 日公布的美国 2025 年 10 月和 11 月的 PCE 数据显示，10 月和 11 月 PCE 价格指数延续稳定增长态势，但 11 月核心 PCE 同比升幅略有加快。该数据在一定程度上对此前通胀回落的乐观预期形成制约，使市场对降息节奏的判断趋于谨慎。整体来看，该事件对黄金资产配置价值的影响偏中性，未改变市场对货币政策中期方向的预期，更多体现为对前期宽松预期的阶段性修正。

【特朗普提名美联储理事沃什为下一任美联储主席】

点评：1 月 30 日，特朗普提名沃什为下一任美联储主席的消息公布，引发市场对未来货币政策独立性及政策取向变化的担忧。该事件被视为当月金价波动的导火索，市场迅速重新评估未来降息路径与政策不确定性，风险偏好下降。在不确定性集中释放的背景下，黄金价格当日出现快速回落，资产配置价值短期承压，市场情绪由此前的预期驱动转向对政策风险的再定价。

【芝商所上调黄金保证金比例，强化短期震荡】

点评：在前述政策不确定性引发价格波动的背景下，芝商所随后上调黄金期货保证金比例，进一步放大了短期市场波动。保证金上调提高了交易成本，促使部分资金主动降低杠杆敞口，对金价形成阶段性扰动。该事件更多体现为对短期震荡的强化，而非对黄金中长期资产配置逻辑的根本性改变，对降息预期与长期配置价值的影响相对有限。

2.2. 货币价值

1 月黄金的货币价值主要围绕美元信用的边际变化展开，美元指数在月内受政策信号、经济数据与国际储备结构变化的共同影响，呈现阶段性波动。美元信用在短期内并未形成单边强化或削弱，而是伴随预期调整反复切换，对黄金货币属性的影响以结构性扰动为主。在此背景下，黄金更多体现为对美元信用变化的对冲资产，其货币价值在月内呈现出阶段性增强与修正并存的特征。

表2：影响黄金货币价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2025/12/31	美联储会议纪要公布后，美元指数持续走高	偏负向	-0.85%

2026/1/8	美联储理事米兰表示 2026 年或将降息 150 个基点	中性偏正	(2025/1/9) 0.68%
2026/1/23	美国标普制造业 PMI 小幅上升至 51.9，略低于市场预期的 52	中性偏正	2.55%
2026/1/24	美元全球外汇储备占比跌破 60%	偏正向	(2025/1/26) 3.67%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美联储会议纪要公布后，美元指数持续走高】

点评：2025 年底公布的美联储会议纪要显示政策立场仍偏谨慎，市场对货币政策转向节奏的预期出现修正，美元指数在该背景下走强。美元信用的阶段性强化提升了美元资产的相对吸引力，对黄金作为替代性货币的需求形成压制，黄金货币价值短期承压。

【美联储理事米兰表示 2026 年或将降息 150 个基点】

点评：1 月上旬，美联储理事米兰释放相对偏鸽的政策预期，明确提及 2026 年降息空间，市场对中长期货币政策路径的定价出现调整。该表态在一定程度上削弱了美元未来收益优势，对美元信用形成边际制约，黄金作为替代性储备与计价资产，其货币价值获得一定支撑。

【美国标普制造业 PMI 小幅回升但低于预期】

点评：1 月下旬公布的美国制造业 PMI 虽小幅回升至扩张区间，但略低于市场预期，显示经济修复动能仍存在不确定性。该数据对美元信用的支撑力度有限，未改变市场对美元中期走势的判断，黄金货币价值在该事件下的影响偏中性。

【美元全球外汇储备占比跌破 60%】

点评：数据显示美元在全球官方外汇储备中的占比继续下滑，反映出各国对储备结构多元化的长期趋势仍在延续。美元信用在长期维度上的相对弱化，强化了市场对黄金作为非主权货币储备资产的认可度，对黄金货币价值形成中期支撑。

2.3. 避险价值

1 月黄金的避险价值主要在多重地缘与政治风险的交织作用下阶段性抬升。月内风险事件呈现出区域分散、频次上升但强度不一的特征，包括拉美局势扰动、格陵兰岛地缘紧张升级、美欧政治与贸易摩擦反复，以及中东地区潜在军事冲突预期升温。

在上述背景下，全球风险偏好整体承压，市场对突发性与系统性风险的关注度提高，黄金作为传统避险资产，其风险对冲功能得到阶段性强化。需要注意的是，相关风险事件更多体现为对市场情绪与风险溢价的边际扰动，尚未形成持续单一主线，避险需求在月内呈现出事件驱动、脉冲式释放的特征，对金价的影响以阶段性支撑为主。

表3：影响黄金避险价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/1/3	美国军事介入委内瑞拉，并强制拘押委内瑞拉总统夫妇	偏正向	(2025/1/5) 1.40%
2026/1/15	格陵兰岛局势紧张升级，丹麦增兵格陵兰	中性偏正	0.02%
2026/1/17	特朗普宣布要对欧洲八国加征关税	偏正向	(2026/1/19) 1.54%
2026/1/17	欧盟各国向格陵兰派遣军事人员，地区风险预期增强	偏正向	(2026/1/19) 1.54%
2026/1/20	欧盟各国对美态度强硬，并考虑用关税反制	偏正向	2.38%
2026/1/31	特朗普称要对伊朗进行军事打击行为	偏正向	-

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美国军事介入委内瑞拉局势】

点评：1 月初，美国在委内瑞拉问题上的军事介入行为升级，并对该国总统夫妇采取强制性措施，加剧了拉美地区的地缘政治不确定性。事件引发市场对区域安全风险外溢的担忧，避险情绪阶段性升温，黄金的避险价值随之增强。

【格陵兰岛局势紧张升级，欧盟加大军事部署】

点评：1 月中旬，格陵兰岛周边地缘局势出现紧张升级迹象，欧盟国家相继向该地区派遣军事人员，区域安全预期上升。该事件强化了市场对高纬度地区战略博弈的关注，风险溢价上行，黄金作为传统避险资产获得支撑。

【美欧政治摩擦加剧，关税威胁重现】

点评：月内，美国与欧洲在贸易与政治层面的摩擦再度升温，关税威胁被重新提及，市场对跨大西洋关系不确定性的担忧加深。政治摩擦的加剧削弱了市场风险偏好，推动部分资金流向防御性资产，黄金避险属性阶段性增强。

【特朗普称可能对伊朗采取军事打击行动】

点评：1 月末，特朗普公开表示可能对伊朗采取军事打击措施，中东地缘风险预期升温。该表态提高了市场对能源供给与区域安全的担忧，系统性风险溢价上行，黄金的避险价值在不确定性集中释放的背景下得到强化。

2.4. 商品价值

从商品属性维度看，2026 年 1 月黄金的供需结构未发生根本性变化，官方部门与投资端需求预期保持相对稳定。央行购金行为在全球范围内延续，对黄金价格中枢形成长期支撑，商品属性在月内更多体现为对价格的托底作用，而非短期波动的主导因素。

表4：影响黄金商品价值事件总结（2025/12/31-2026/1/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/1/9	世界黄金协会：全球央行购金需求相对稳健	偏正向	（2025/1/12）2.57%
2026/1/29	世界黄金协会预测 2026 年一季度中国黄金投资或将延续强劲态势	偏正向	7.88%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【世界黄金协会：全球央行购金需求保持稳定】

点评：世界黄金协会数据显示，全球央行购金需求整体保持稳定，显示官方部门对黄金储备配置的长期战略并未发生改变。在全球宏观不确定性仍存的背景下，央行持续购金对黄金商品价值形成稳固支撑。

【世界黄金协会预计中国黄金投资需求延续强势】

点评：世界黄金协会预计 2026 年一季度中国黄金投资需求仍将保持较强态势，反映出在高不确定性环境下，国内投资者对黄金配置需求依然旺盛。投资端需求预期的强化，为黄金商品价值提供进一步支撑。

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望 2 月，黄金价格走势仍将围绕**宏观数据变化、货币政策预期调整以及地缘风险进展**等因素展开，不同变量在月内可能交替对市场预期产生影响，价格运行节奏仍具有较强的事件驱动特征。

在宏观数据层面，美国 1 月 ISM 制造业 PMI、非农就业报告以及随后公布的通胀数据（CPI、PPI 与核心 PCE）将为市场提供关于经济动能与通胀路径的最新线索。若数据显示经济动能放缓、通胀延续温和回落态势，市场对后续货币政策转向宽松的预期或将进一步巩固，从而对黄金的资产配置价值形成支撑；反之，若就业或通胀数据表现偏强，市场可能重新评估利率路径，对黄金定价形成阶段性扰动。

在政策预期层面，2 月美联储官员将集中发表讲话，或将对市场对中长期政策取向的判断产生影响。在前期预期已多次调整的背景下，政策表态更可能通过影响市场对实际利率与流动性环境的预期，对黄金的资产配置与货币价值产生边际影响，其具体作用仍需结合言论的持续性与一致性进行观察。

在货币价值层面，美元指数与美债收益率在 2 月可能迎来新一轮重新定价过程。随

着关键宏观数据陆续落地，美元及利率走势的变化将继续影响黄金作为替代性货币资产的相对吸引力，短期内或对金价节奏形成牵制。

在避险价值层面，俄乌冲突的后续进展以及格陵兰岛局势的变化仍是市场关注的重点。根据已披露信息，俄美乌三方计划于 2 月 4 日至 2 月 5 日在阿布扎比举行新一轮和平会谈，围绕冲突停火及后续安排展开讨论，其进展情况可能对市场风险预期产生边际影响；与此同时，也需重点关注丹麦国王在 2 月下旬对格陵兰岛进行访问安排，该事件或将影响格陵兰地区局势变化。若相关事件进展不及预期或不确定性上升，避险情绪或阶段性抬升，对黄金价格形成支撑；反之，若地缘风险出现缓和迹象，其对黄金避险属性的影响则可能相对减弱。

整体来看，2 月黄金价格对关键数据与事件的反应仍将取决于市场预期的变化方向，相关事件的实际落地情况及其持续性，仍需在月内动态观察。

表5：2026 年 2 月事件预告

日期	事件	影响层面
2026/2/2	美国公布 1 月 ISM 制造业 PMI	货币价值
2026/2/4	俄美乌三方和平谈判	避险价值
2026/2/5	美国 1 月非农就业报告	货币价值
2026/2/10	美联储官员集体发表讲话	资产配置价值
2026/2/11	美国政府公布 11 月 CPI 等通胀数据	资产配置价值
2026/2/18	丹麦国王访问格陵兰	避险价值
2026/2/20	美元指数与美债利率将重新估价	货币价值
2026/2/20	美国 2025 年 12 月 PCE 数据公布	资产配置价值

数据来源：wind，东吴证券研究所

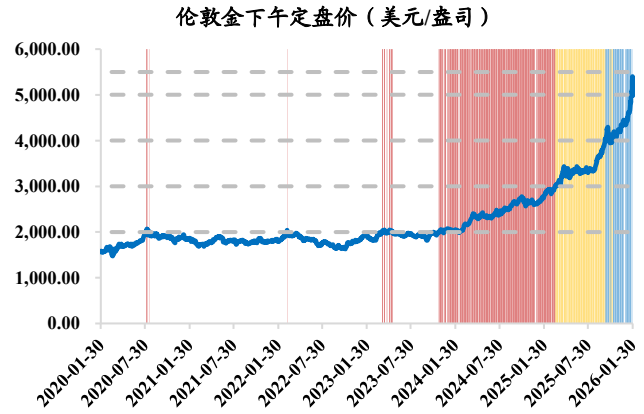
3.2. 走势展望

从中长期价格结构看，黄金自 2020 年以来整体处于持续抬升通道，但近期价格运行节奏出现变化。伦敦金从 2000 美元/盎司上行至 3000 美元/盎司、3000 美元/盎司至 4000 美元/盎司、以及 4000 美元/盎司至 5000 美元/盎司所经历的时间缩短，**价格上升斜率呈现加速特征**。这一现象反映出，在宏观不确定性上升与风险溢价抬升的背景下，资金对黄金的定价方式由“趋势性配置”逐步转向“情绪与预期驱动”，价格对利多因素的反应速度快于历史阶段。**价格运行节奏的加快，在强化中长期上行趋势的同时，也意味着短期内对外部扰动的敏感度有所上升。**

从贵金属内部联动结构看，近期黄金价格的快速抬升，与国际银价的阶段性走强存在较强相关性。**银价在多个阶段率先启动并放大波动，而金价的上涨节奏相对滞后**，体现出白银在贵金属板块中的高 Beta 特征，对整体风险偏好具有放大效应。在此背景下，

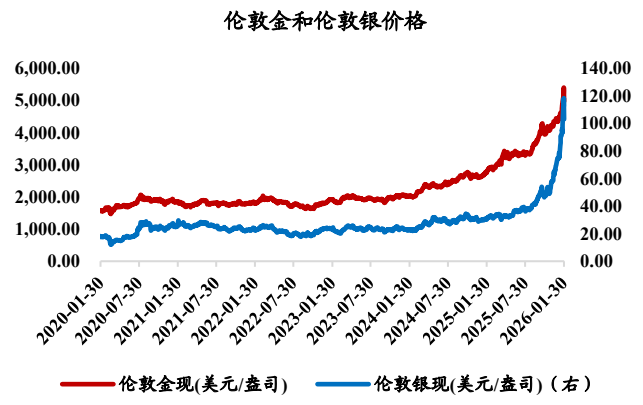
黄金价格的上行并非完全由自身基本面单独驱动，而是受到贵金属板块联动的影响。后续若国际银价波动加剧或出现方向性变化，黄金价格亦可能随之出现节奏调整，**因此需持续关注银价走势及其对贵金属整体情绪的指引作用**。

图4：伦敦金下午定盘价（2020/1/30-2026/1/30）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：伦敦金价和伦敦银价（2020/1/30-2026/1/30）

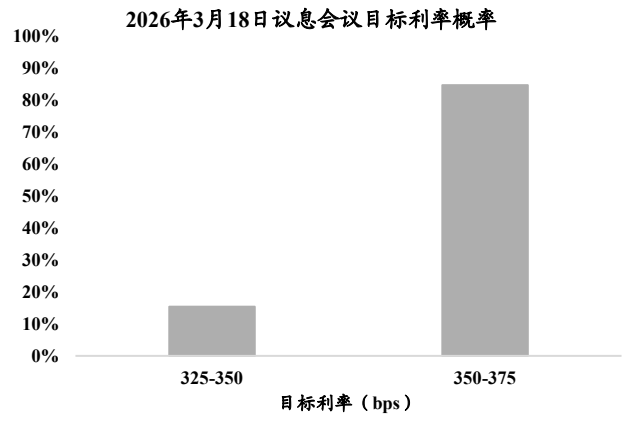


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：图 4 的红色亮高部分代表伦敦金从 2000 美元/盎司涨到 3000 美元/盎司；黄色部分代表伦敦金从 3000 美元/盎司涨到 4000 美元/盎司；蓝色部分代表伦敦金从 4000 美元/盎司涨到 5000 美元/盎司。

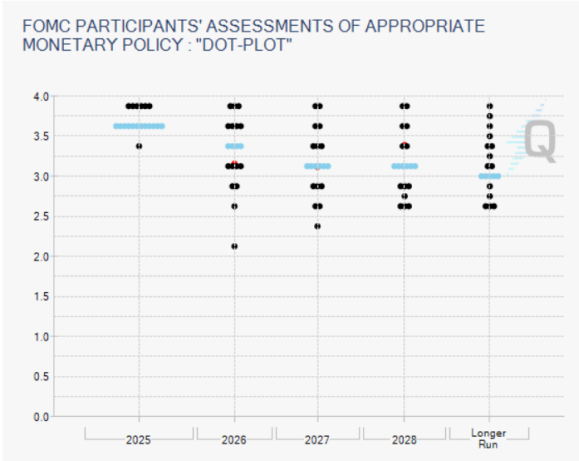
从政策与预期环境看，市场对 2026 年 3 月美联储议息会议的利率定价仍集中于相对有限的区间内，政策预期并未形成单边变化。在利率路径尚未明确重新定价的情况下，黄金价格短期内缺乏单一宏观变量的持续驱动，更可能在高波动环境下对数据与事件作出快速反应。结合前述波动率分析，当前价格运行已处于高波动区间，**价格在上行过程中伴随的回撤幅度亦可能同步放大。**

图6：2026 年 3 月 Fed 议息会议目标利率概率（2026/1/30）



数据来源：CME，东吴证券研究所

图7：FOMC 议息表决点阵图（2026/1/30）



数据来源：CME，东吴证券研究所

注：图 7 中黑点表示各美联储官员对未来适当货币政策立场的判断，纵轴是联邦基金目标利率水平（%），横轴为预测年份及长期均衡水平。

综合来看，1 月末黄金价格的回调，表面上由沃什提名美联储主席这一政策事件触发，但**从结构上看，更主要反映的是此前波动率已运行于高位背景下，市场对风险变化的敏感度显著提升**。价格调整并非单一事件的线性结果，而是**在高波动环境中对前期涨幅的阶段性消化**。值得注意的是，在 1 月末最后的几个交易日中，黄金价格的涨幅一度高于白银价格，显示贵金属板块内部的联动关系出现阶段性变化，投机性资金对黄金的关注度有所上升，短期情绪特征更加突出。

从中长期视角看，全球宏观与政策环境并未发生根本性改变。美国政策层面对美元走弱的容忍度与导向性判断仍具延续性，在此背景下，黄金作为非主权货币与配置资产的中长期逻辑仍然成立。然而**在短期层面**，价格快速抬升叠加波动率维持高位，意味着市场仍需通过时间换空间的方式消化获利盘压力。在风险尚未充分出清之前，黄金价格更可能以震荡调整的形式运行，短期仍需保持谨慎态度。

2026 年 2 月黄金价格或将维持高波动、宽幅震荡的运行特征。在中长期配置逻辑未被破坏的背景下，黄金仍具备趋势性支撑，但在短期价格抬升节奏加快、波动率维持高位的环境中，市场对风险变化的反应可能更为集中，需警惕阶段性情绪扰动下的快速调整风险。

3.3. 相关 ETF 产品

华安黄金 ETF（518880.SH）成立于 2013 年 7 月 18 日，于 2013 年 7 月 29 日正式上市。**该基金投资目标为紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误**

差最小化，力争日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.25%，年跟踪误差不超过 3%。费用方面，该基金的管理费率为每年 0.50%，托管费率为每年 0.10%。截至 2026 年 1 月 30 日，该基金总市值达 1275.26 亿元，当日成交 743.97 亿元。

表6：华安黄金 ETF（2026/1/30）

日期	2026 年 1 月 30 日
基金简称	华安黄金 ETF
场内简称	黄金 ETF
代码	518880.SH
成立日期	2013 年 7 月 18 日
总市值（亿元）	1275.26
当日成交额（亿元）	743.97
基金公司	华安基金
基金经理	许之彦
收取费率	管理费率为 0.50%/年，托管费率为 0.10%/年

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1）政策或监管环境突变

若主要经济体针对黄金市场出台更严格的进口关税、跨境流通限制或 ETF 持仓监管措施，可能直接扰动实物供需格局，增加市场交易不确定性，从而对金价走势产生冲击。

2）宏观经济不及预期

若美国通胀与就业修复快于预期、实际利率中枢抬升，或全球经济增速回落导致避险需求减弱，均可能压制黄金的资产配置与货币价值，从而引发价格回调。

3）发生重大预期外宏观事件

若地缘冲突大幅缓和、全球流动性收紧或主要央行购金意愿下降，可能减少黄金的避险与储备需求；反之，若出现系统性金融风险或美元信用冲击，也可能造成金价短期剧烈波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn